

地方政府债务对企业融资的影响： 基于“基建挤入效应”和“信贷挤出效应”的视角^{*}

胡玉梅 范剑勇

内容提要 地方政府债务对企业融资成本和融资规模有深刻而复杂的影响,既可能产生“基建挤入效应”,也可能产生“信贷挤出效应”,而且对于不同区位的企业而言,这种影响及其机制可能存在显著差异。基于2006~2014年地方融资平台债务数据的实证研究结果显示,对于东部地区,地方政府债务不会增加当地企业的融资成本,反而拉动了当地企业的融资,可能的原因是地方政府债务主要用于基础设施建设,增加了当地的投资机会,表现为“基建挤入效应”;对于中西部地区,地方政府债务由于挤占信贷资金,抬高了企业融资成本,但对当地企业融资规模并无显著影响,可能是因为“信贷挤出效应”与“基建挤入效应”相互抵消。因此,在规范地方政府债务融资行为、完善违规举债问责机制的前提条件下,可以适度增加东部地区地方政府债务规模;中西部地区应逐步减少地方政府债务融资规模,甚至禁止一些已经超过债务平衡点的地区继续进行债务性融资。

关键词 地方政府债务 企业区位 融资规模 基建挤入效应 信贷挤出效应

引 言

加大基础设施投资力度是政府常用的经济刺激手段,由于地方财政收入不足,基础设施投资所需资金在很大程度上构成了我国快速增长的地方政府债务。特别是2008年金融危机之后,为恢复经济,地方政府设立融资平台公司进行借债,地方融资平台公司数量从2008年底的2000家左右迅速增长到2009年底的10000家左右。地方政府债务规模的急剧膨胀使得地方政府债务问题备受社会各界关注。从机制上看,政府通过举债进行

的投资对经济增长的刺激作用,在很大程度上取决于政府投资与企业投资的互补性,这两类投资互补性越强,政府投资对产出的正向影响越大。^①因此,研究地方政府债务对企业投融资的影响,具有重要的现实意义,可为评价地方政府举债投资效果提供一个参考依据。

地方政府债务在某种程度上可以缓解地方政府分税制之后一直存在的财力紧张问题,用于基础设施和公益性项目的建设投资改善了地方投资“硬件”环境。但是,如果地方政府债务急速增长,将占据大量的银行信贷资源,影响实体经济的

^{*} 本文系国家自然科学基金面上项目“晋升激励、城镇化与地方债务风险研究:基于官员个人特征异质性的视角”(项目号:71873038)、上海市社科基金项目“地方债务、城镇化与中国经济可持续增长研究——基于地方融资平台的视角”(项目号:2017BJL001)的阶段性成果。

融资和发展。^②政府通过举债来改善基础设施,是“挤入”还是“挤出”企业投资(或融资)?现有文献还没有统一的结论。基础设施所起的作用主要是消除了经济增长的“瓶颈”,现有研究针对不同国家、不同时期样本得出不一致的结论,原因在于基础设施投资(或地方政府债务)产生的经济效应往往具有拐点效应,合理的基础设施投资有利于经济增长,过量的基础设施投资可能阻碍经济增长。^③

我国各地区的经济发展水平和金融发展程度存在较大差异,那么,地方政府债务对企业融资的影响是否存在区域异质性?本文探讨了地方政府债务对企业融资影响的地域性差异,进而评估不同地区债务规模的合理性,以期对我国目前的债务治理提供一定借鉴。进一步,本文通过匹配中国上市公司的贷款数据(包含贷款利率和增信措施等信息)和财务数据,同时考察地方政府债务如何影响企业融资成本和融资规模,分离出地方政府债务影响企业投融资的两种机制——“基建挤入效应”与“信贷挤出效应”,有助于从企业微观行为角度理解和正确评估地方政府投资拉动经济增长的实际效果,更好地厘清地方政府行为、市场反应和经济增长之间的内在联系。

地方政府债务影响企业融资的理论机理: “基建挤入效应”和“信贷挤出效应”

政府通过举债来改善基础设施,是“挤入”还是“挤出”企业投资(或融资)?一般说来,存在两种机制:一方面,基础设施投资“通过为私人部门提供更好的服务和设施来扩大社会生产的可能性边界”^④,可以起到扩大投资规模、提升投资机会的作用^⑤,本文将其定义为“基建挤入效应”;另一方面,地方政府举债的行为导致银行信贷资金被过度挤占^⑥,使得企业融资成本和融资规模受到不利影响^⑦,本文将其定义为“信贷挤出效应”。

现有文献仅仅就地方债务与投融资之间的某一种机制进行分析^⑧,没有同时考察地方债务影响投融资的“基建挤入效应”和“信贷挤出效应”。原因在于宏观或微观层面的融资成本信息(特别是企业贷款利率信息)未公开,已有研究一般采

用间接方式证明地方政府债务在信贷市场上挤出企业融资,比如采用一个投资的欧拉方程来检验企业融资约束的存在^⑨。

一般来说,如果地方政府债务抬高了企业融资成本,在投资机会不变的情况下,企业将减少融资规模(“信贷挤出效应”)。企业具体进行多少融资,是在综合考虑投资机会和融资成本两方面因素的基础上做出的最优决策,即企业融资规模是基础设施带来的投资机会增加和信贷市场上挤出效应两种影响的综合。因此,我们能够通过考察地方政府债务对企业融资成本和融资规模的影响,反推出是否存在“基建挤入效应”,以及“基建挤入效应”与“信贷挤出效应”的相对大小。具体而言:

1. 地方政府债务在抬高企业融资成本的同时,抬高了企业融资规模,说明“信贷挤出效应”小于“基建挤入效应”。

2. 地方政府债务在抬高企业融资成本的同时,减少了企业融资规模,或对企业融资规模不产生影响,说明“信贷挤出效应”大于(或等于)“基建挤入效应”。

3. 地方政府债务不影响企业融资成本,这一情况可能与以下情形有关:虽然地方政府债务在信贷市场上挤占信贷资金,但是企业可以通过运用内部资金或发行企业债等方式缓解当地信贷资金不足的问题。

我国各地区的经济发展水平和金融发展程度存在较大差异,地方政府债务对企业融资的影响可能存在区域异质性:一方面,东部地区由于具有地理区位优势 and 要素禀赋优势,经济发展水平较高,基础设施投资(或地方政府债务)带来的集聚效应和规模效应更大,“基建挤入效应”更强;另一方面,中西部地区的制度环境和营商环境较差,金融发展程度较低,且政府对信贷的干预更为严重^⑩,可能使得“信贷挤出效应”更明显。

地方政府债务对企业融资的异质性影响: 基于上市公司数据的实证检验

(一) 数据来源与模型设定

1. 数据来源

2008 年以前,中国地方债务规模不大,也没有引起过多的关注。2008 年金融危机之后,中央政府推出“4 万亿”经济刺激计划,并鼓励地方政府设立融资平台公司进行借债,地方政府债务快速增长,多数省份的地方债务在 2008~2014 年期间年均增长率达到 80% 以上,其中贵州达到 140%。2014 年之前,地方融资平台完全服从于地方政府融资目标。2014 年 10 月国务院公布《关于加强地方政府性债务管理的意见》(43 号文),地方融资平台陆续转型,原则上不再为地方政府融资。因此 2014 年以前地方融资平台的债务可以在很大程度上视为地方政府债务。

相关数据来源于 WIND 数据库,相应的获取过程如下:地方融资平台如果发行城投债,就必须公布其发债当年以及前三年的资产负债表;将某城市各个融资平台资产负债表中“应付借款”数额加总到城市层面,获得该城市的地方债务存量水平。由于 2008 年之前融资平台较少发行城投债,并且融资平台发债也不具有连续性,本文获得的地方政府债务数据是一个非平衡面板。

本文使用了企业贷款、企业特征和城市经济特征数据,其中,企业贷款数据和企业特征数据来源于 CSMAR 数据库,城市特征数据来源于《中国城市统计年鉴》。由于本文只能估计 2014 年之前的地方政府债务,在实证中地方政府债务变量比企业融资成本和融资规模变量滞后一期,本文选择截至 2015 年 12 月 31 日所有在沪深交易所上市且发行 A 股的非金融类上市公司作为初始样本。然后,按照上市公司注册地所在城市将上市公司数据与城市层面的债务数据和城市经济特征数据进行匹配,形成最终的数据集。本文样本包括 2007~2015 年间 2316 家上市公司,共 15117 个样本观测值。

2. 模型设定

本文从企业融资成本和融资规模视角考察地方政府债务的影响,检验我国地方政府债务是否抬高了企业的融资成本,设定以下计量模型:

$$\text{rate}_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{loan_gdp}_{jt-1} + \phi X1_{it-1} + \gamma X2_{jt-1} + \mu_i + v_t + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

其中, i 代表企业, j 代表地级市, t 代表年份,

ε 为残差项。方程的被解释变量 rate 为某企业某年的平均贷款利率,原始数据为单笔贷款的信息记录,本文将贷款利率按照贷款金额加权平均到每个企业每年的层面,用于代理企业的融资成本。解释变量 loan_gdp 为某城市某年的地方政府债务相对水平,使用该变量的优势在于,能够同时考察地方政府债务对企业融资的“基建挤入效应”和“信贷挤出效应”:一方面,绝大多数的地方政府债务都投向了基础设施,地方政府债务变量衡量了地方政府的基础设施存量中未还清借款的部分,这部分基础设施存量对企业融资可能有“基建挤入效应”;另一方面,地方政府债务度量信贷系统中借给地方政府的资金量,它会影响下一年的信贷资金供应量,对企业融资可能有“信贷挤出效应”。控制变量 $X1$ 是企业层面控制变量,控制变量 $X2$ 是城市层面控制变量,其余为企业个体固定效应和年份固定效应。除了信用借款比例 (credit) 之外,以上控制变量 $X1$ 、 $X2$ 都比被解释变量滞后一期。各变量定义详见表 1。

图 1 展示了东部、中部和西部的地方政府债务存量占 GDP 的比例。结果显示,2006~2014 年,西部地区地方债务存量占 GDP 的比例明显高于东部和中部,并且差距在不断拉大。西部地区 2014 年的地方政府债务存量占当年 GDP 的比例高达近 30%,考虑到西部的金融发展程度不高,高额地方债务存量占用大量信贷资金,必然会影响当地企业的融资。东部和中部的地方政府债务占 GDP 的比例差不多,东部略高于中部。

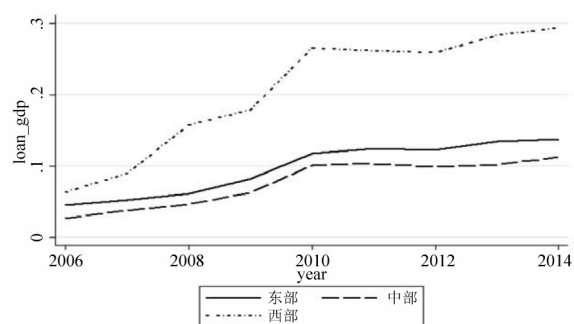


图 1 地方政府债务存量/GDP

表 1 变量定义与描述性统计

变量	变量含义	变量描述	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量:							
rate	贷款利率	某企业某年的平均贷款利率	584	7.09	2.5	0	16.07
newloan_asset	新增借款	企业通过借款取得的现金/上期资产存量	15069	0.2	0.2	0	4
longloan_asset	长期借款存量	企业年末长期借款/上期总资产	15051	0.05	0.09	0	0.73
shortloan_asset	短期借款存量	企业年末短期借款/上期总资产	15116	0.11	0.11	0	0.79
关键解释变量:							
loan_gdp	地方政府债务	地方融资平台借款存量加总到城市/GDP	12853	0.21	0.19	0	0.94
企业层面控制变量:							
credit	信用借款比例	信用贷款/全部贷款	6817	0.08	0.27	0	1
size	资产规模	资产规模的自然对数	15117	12.72	1.34	6.17	19.3
lev	资产负债率	期末总负债/总资产	15117	0.46	0.21	0.002	0.998
ROA	盈利能力	总资产利润率 = 当期净利润/期末总资产	15117	0.04	0.06	-0.49	0.65
top1	第一大股东	第一大股东所持有的股权比重	15117	0.36	0.16	0.003	0.9
state	控股股东性质	若是国有控股, 则赋值为 1, 否则为 0	15115	0.06	0.24	0	1
idp	独立董事制度	董事会中独立董事所占的比例	15023	0.37	0.06	0.09	0.8
tang	有形资产比率	(固定资产 + 存货) / 总资产	15092	0.4	0.19	0	0.97
growth	营业收入增长率	(主营业务收入 - 上期主营业务收入) / 上期主营业务收入	15032	1.58	122.63	-1	14883
城市层面控制变量:							
lnpgdp	人均 GDP	人均 GDP 取对数	12852	11.05	0.61	8.62	13.06
lngdp	GDP	GDP 取对数	12853	17.65	1.04	14.58	19.28
gdp_growth	GDP 增速	(GDP - 上期 GDP) / 上期 GDP	12853	0.14	0.06	-0.19	0.5

为了检验我国地方政府债务在多大程度“挤入”或“挤出”企业的债务融资, 本文设定以下 Tobit 回归模型:

$$\text{newloan_asset}_{ijt} (\text{longloan_asset}_{ijt}, \text{shortloan_asset}_{ijt}) = \beta_0 + \beta_1 \text{loan_gdp}_{jt-1} + \phi X1_{it} + \gamma X2_{jt} + \phi_e + \mu_j + v_t + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

其中, μ 代表行业, ε 为残差项。本文同时考察地方政府债务对企业新增借款和已有借款期限结构的影响, 被解释变量分别是新增借款 (newloan_asset)、长期借款存量 (longloan_asset) 和短期借款存量 (shortloan_asset), 变量定义详见表 1。关键解释变量 loan_gdp、控制变量 X1 和控制变量 X2 的含义与模型 (1) 一致, 本文同时考虑了行业固定效应、城市固定效应和年份固定效应。

(二) 模型估计与结果分析

1. 地方政府债务与企业融资成本

表 2 第 (1) ~ (3) 列是模型 (1) 的回归结果, 主要报告地方政府债务与企业融资成本的关系。结果显示: 地方政府债务越多, 当地企业的融资成本越高, 且至少在 10% 的显著性水平下表明这一影响只存在于两期。这一结果表明, 地方政府的总借款存量挤占了投向企业的信贷资金, 抬高了企业融资成本。

表 2 地方政府债务与企业融资成本的关系
(被解释变量为 rate)

	(1) 全部样本	(2) 全部样本	(3) 全部样本	(4) 全部样本	(5) 国有未参股
L. loan_gdp	3.152* (1.92)				5.920** (1.99)
L2. loan_gdp		4.494** (2.13)			
L3. loan_gdp			-0.149 (-0.12)		
L. state_loan_gdp				1.767 (0.81)	
L. fstate_loan_gdp				3.187* (1.94)	
控制变量 X1, X2	控制	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
_cons	30.23 (1.08)	27.83 (1.02)	-8.622 (-0.30)	32.15 (1.11)	56.32 (0.76)
N	559	544	493	559	377
adj. R ²	0.257	0.276	0.234	0.258	0.310

注: *, **, *** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平, 括号内为 t 值; L、L2、L3 分别表示对变量滞后一期、两期和三期。标准误经过城市层面聚类 (clustering) 调整。

表 2 的第 (4)、(5) 列主要报告了企业的所有制类型对地方政府债务与企业融资成本间关系的影响。第 (4) 列在全样本下设立国有企业虚拟变量与地方政府债务的交互项^①, 结果显示: 地方政

府债务越高,非国有企业的融资成本越高,而国有企业的融资成本不受地方政府债务的影响。这是符合经济学直觉的,因为国有企业有强大的政府背景,在其融资时能获得更多地方政府扶持,融资成本自然更低。第(5)列仅保留国有企业未参股企业(国有企业未持有该企业任何股份)^⑫的样本。对比第(1)列和第(5)列的回归结果可知,相比于国有企业参股的企业,国有企业未参股企业的融资成本受地方政府债务影响的程度更大。

表3 地方政府债务与企业融资规模的关系

	newloan_asset		longloan_asset		shortloan_asset	
	(1) FE	(2) Tobit	(3) FE	(4) Tobit	(5) FE	(6) Tobit
L. loan_gdp	0.109 ** (2.11)	0.104 (1.44)	0.077 (1.39)	0.048 *** (12.78)	0.013 (0.42)	0.017 (0.52)
控制变量 X1_X2	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制		控制		控制	
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市效应		控制		控制		控制
行业效应		控制		控制		控制
_cons	2.792 ** (2.04)	0.950 (0.73)	1.994 ** (2.37)	1.027 *** (837.26)	1.167 ** (2.25)	0.578 (1.06)
sigma		0.568 *** (7.70)		0.440 *** (2367.03)		0.307 *** (7.21)
adj. R ²	0.032		0.016		0.037	
N	12625	12625	12588	12588	12650	12650

注:*、**、***分别表示10%、5%、1%的显著性水平,括号内为t值;L.表示对变量滞后一期。标准误经过城市层面聚类(clustering)调整。在第二列中,地方政府债务变量的系数在15%的水平上显著(t=1.44);在第三列中,地方政府债务变量的系数在16%的水平上显著(t=1.39)。

3. 分区域的研究

为了研究不同区域中地方政府债务与企业融资成本之间的关系,我们根据企业注册地的位置将样本企业划分为东部和中西部两个样本组,分别进行模型(1)的回归,结果如表4所示。对东部地区来说,地方政府债务不影响当地企业的融资成本;对中西部地区来说,地方政府债务抬高了企业融资成本,并且相比于国有企业,民营企业或外资企业的融资成本受到更大影响。可能的原因是:(1)相对于东部地区,中西部地区的地方政府对经济进行干预更多。为了在本地进行大规模基础设施建设以实现地方经济增长,在地方财政收入有限的情况下,欠发达地区的地方政府会千方百计地帮助地方融资平台进行债务融资,途径之一就是地方信贷资源进行干预^⑬。(2)相比于中西部地区企业,东部地区对企业的监管更加严

2. 地方政府债务与企业融资规模

表3是模型(2)的回归结果。从Tobit回归结果来看,地方政府债务对企业融资中的新增贷款与长期借款有挤入效应,地方政府债务增多,企业的新增借款和长期借款存量都增多,短期借款存量则不受影响。此外,我们采用固定效应法(FE)进行回归,从回归结果来看,与Tobit回归结果基本一致。

格,并且企业拥有更多的经济资源和政治资源,即使本地区存在地方政府债务挤压信贷市场的情况,东部的企业也能够较为顺利地通过发行公司债或留存内部现金流等方式缓解资金压力。

表4 地方政府债务与企业融资成本的关系
(被解释变量为rate,区分东中西)

	东部企业		中西部企业	
	(1) 全部样本	(2) 非国企	(3) 全部样本	(4) 非国企
L. loan_gdp	5.051 (1.00)	6.996 (1.05)	4.699 *** (2.79)	5.656 *** (2.71)
控制变量 X1_X2	控制	控制	控制	控制
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
_cons	12.62 (0.27)	-36.61 (-0.68)	94.11 *** (2.73)	90.99 (1.42)
N	330	280	229	187
adj. R ²	0.341	0.346	0.259	0.304

注:*、**、***分别表示10%、5%、1%的显著性水平,括号内为t值;L.表示对变量滞后一期。括号内的标准误经过城市层面聚类(clustering)调整。

表 5 和表 6 分别报告了地方政府债务在东部和中西部地区如何影响企业融资规模。由表 5 可知,对于东部地区而言,地方政府债务对企业融资有挤入效应,地方政府债务越高,企业的新增借款、长期借款存量和短期借款存量都越多,即地方政府债务的综合效应为挤入效应。总结来说,对于东部地区,地方政府债务不影响企业融资成本,且对企业融资规模有挤入效应。对于东部地区,

地方政府债务不影响企业融资成本,可能意味着,虽然地方政府债务在信贷市场上挤占了信贷资金,但是企业通过运用内部资金或发行企业债等方式缓解当地信贷资金不足的问题,“信贷挤出效应”较弱;企业融资规模是基础设施带来的投资机会和信贷市场上挤出效应两种影响综合作用的结果,地方政府债务挤入企业融资规模,可能意味着东部地区还处在挤入效应大于挤出效应的阶段。

表 5 地方政府债务与企业融资规模的关系(东部)

	newloan_asset		longloan_asset		shortloan_asset	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	FE	Tobit	FE	Tobit	FE	Tobit
L. loan_gdp	0.232 ** (2.21)	0.321 *** (3.24)	-0.003 (-0.05)	0.061 *** (11.16)	0.094 * (1.65)	0.124 ** (2.40)
控制变量 X1 ,X2	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制		控制		控制	
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市效应		控制		控制		控制
行业效应		控制		控制		控制
_cons	4.796 (1.49)	3.778 (1.52)	2.521 (1.41)	0.721 *** (378.73)	1.017 (0.75)	0.444 (0.36)
sigma		0.593 *** (5.89)		0.379 *** (1728.11)		0.297 *** (6.56)
N	8366	8366	8332	8332	8386	8386
adj. R ²	0.031		0.006		0.034	

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平,括号内为 t 值; L. 表示对变量滞后一期。括号内的标准误经过城市层面聚类(clustering)调整。

表 6 地方政府债务与企业融资规模的关系(中西部)

	newloan_asset		longloan_asset		shortloan_asset	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	FE	Tobit	FE	Tobit	FE	Tobit
L. loan_gdp	0.040 (0.78)	0.003 (0.05)	0.113 (1.54)	0.014 (0.14)	-0.0188 (-0.51)	-0.0284 (-0.81)
控制变量 X1 ,X2	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体效应	控制		控制		控制	
时间效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
城市效应		控制		控制		控制
行业效应		控制		控制		控制
_cons	1.624 (1.01)	-0.0766 (-0.04)	0.923 (0.66)	1.316 (0.57)	1.430 * (1.80)	0.385 (0.49)
sigma		0.510 *** (5.74)		0.520 *** (4.74)		0.321 *** (3.77)
N	4259	4259	4256	4256	4264	4264
adj. R ²	0.035		0.030		0.040	

注: *、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平,括号内为 t 值; L. 表示对变量滞后一期。括号内的标准误经过城市层面聚类(clustering)调整。

由表 6 可知,在中西部,地方政府债务对企业融资没有挤入效应,地方政府债务对企业的新增借款、长期借款存量和短期借款存量均不产生影

响,即地方政府债务对企业融资规模的综合效应为零。如何解释这一结果?对于中西部地区而言,一方面,地方政府债务抬高了企业融资成本,

另一方面,对企业融资规模不产生影响。这意味着,中西部地区地方政府债务抬高了企业融资成本,将负向影响企业融资规模,即可能存在“信贷挤出效应”。同时,企业融资规模是在综合考虑投资机会和融资成本两方面因素的基础上做出的最优决策,地方政府债务不影响企业融资规模,可能意味着地方政府债务带来的投资机会正向效应与信贷市场上融资成本上升的负向效应相互抵消。

结论与政策建议

在我国经济增速放缓、地方政府债务快速上升的背景下,本文以企业债务融资为切入点,运用2006~2014年地方融资平台债务数据研究了地方政府债务影响企业融资的区域异质性及其内在机制。研究结果表明:(1)对于东部地区,地方政府债务不影响当地企业的融资成本,并且地方政府债务拉动了当地的企业融资规模,可能是因为地方政府债务主要用于基础设施建设,改善了当地投资环境,增加了投资机会。(2)对于中西部地区,地方政府债务由于挤占信贷资金,抬高了企业融资成本,但对当地企业融资规模不产生影响,可能是因为“信贷挤出效应”与“基建挤入效应”相互抵消。(3)对于不同的所有制类型而言,地方政府债务的“信贷挤出效应”只存在于非国有企业中,国有企业的融资成本不受影响。

本文的研究对于抑制地方政府债务过快增长、防范系统性金融风险具有重要政策启示意义。具体而言,有以下三个方面:(1)东部地方政府债务对企业融资的影响还处于正向阶段,地方政府债务在信贷市场上对企业融资的挤出作用还未出现。这表明,在规范地方政府债务融资行为、完善违规举债问责机制的前提条件下,可以适度增加东部地区地方政府债务规模。(2)中西部的地方政府债务对企业融资的净效应为零,基础设施带来的投融资拉动作用与地方政府债务在信贷市场上对企业融资的挤出作用相抵消。这意味着,中西部地区应逐步减少地方政府债务融资规模,甚至禁止一些已经超过债务平衡点的地区继续进行

债务性融资。(3)地方政府债务对企业融资的不利影响更多存在于非国有企业,应进一步降低非国有企业尤其是中小企业的融资门槛和融资成本,降低地方政府债务扩张给宏观经济带来的潜在风险隐患。

- ①黄亭亭、杨伟:《衰退时期的财政政策效应:政府投资转向与民间投资成长》,《金融研究》2010年第3期。
- ②蔡晓慧、茹玉骢:《地方政府基础设施投资会抑制企业技术创新吗?——基于中国制造业企业数据的经验研究》,《管理世界》2016年第11期。
- ③DeLa Fuente, A., *Convergence across Countries and Regions: Theory and Empirics*, CEPR Discussion Papers, 2000, No. 2465.
- ④唐东波:《挤入还是挤出:中国基础设施投资对私人投资的影响研究》,《金融研究》2015年第8期。
- ⑤吕健:《地方债务对经济增长的影响分析——基于流动性的视角》,《中国工业经济》2015年第11期。
- ⑥毛锐、刘楠楠、刘蓉:《地方债务融资对政府投资有效性的影响研究》,《世界经济》2018年第10期。
- ⑦⑨Huang Y., Pagano M., Panizza U., *Local Crowding Out in China*, SSRN working paper, 2017.
- ⑧Liang Y. S., Shi K., Wang L. S. and Xu J. Y., “Local Government Debt and Firm Leverage: Evidence from China”, *Asian Economic Policy Review*, Vol. 12, No. 2, 2017, pp. 233 ~ 234.
- ⑩孙光林、王雪标、王颖:《政府过度干预对商业银行不良贷款率的影响机理》,《上海经济研究》2017年第1期。
- ⑪具体地,变量 `state_loan_gdp` 是虚拟变量国有企业 `state`(若上市公司是国有企业,即国有企业持股比例超过50%,则赋值为1,否则赋值为0)与变量地方政府债务 `loan_gdp` 的交互项;变量 `fstate_loan_gdp` 是虚拟变量非国有企业 `fstate`(若上市公司不是国有企业,则赋值为1,否则赋值为0)与变量地方政府债务 `loan_gdp` 的交互项。
- ⑫之所以没有按照是否是国有企业来划分样本,是因为国有企业上市公司的贷款利率信息缺失严重,没有足够的自由度来实现固定效应回归。
- ⑬黄送钦、吴利华、吴成颂:《FDI竞争具有债务融资“挤出效应”吗》,《数量经济技术经济研究》2017年第1期。

作者简介:胡玉梅,1990年生,复旦大学经济学院博士研究生;范剑勇,1971年生,复旦大学世界经济研究所教授、博士生导师,复旦大学产业与区域经济研究中心主任。

(责任编辑:战焰磊)